

みずほマーケット・トピック(2021 年 12 月 16 日)

FOMC を受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～

FOMC は量的緩和の段階的縮小(テーパリング)の加速を決定。完了時期は 2022 年 6 月から同年 3 月へ前倒しされる見通しに。これと整合的にドットチャートで示される 2022 年の利上げ回数は 3 回へ引き上げられている。短期間に「量」と「金利」の出口に関して道筋をつけた FRB の正常化プロセスの焦点は最終段階と言える量的縮小(QT: Quantitative Tightening)に移る。既に一部メンバーからは QT を求める声が挙がっており、正常化プロセスは一気に前進している印象。特筆すべきはこれほど正常化プロセスのアクセルを踏んでも市場混乱が回避されていることであり、「市場との対話」が上手くいっていることの証左と言える。だが、リスクもある。それは議長自ら「一時的(transitory)ではない」と判断を修正したインフレの行方。「春と秋に物価が跳ねる」という今年同様の季節性が再現されない限り、2022 年のインフレ率は春と秋に落ち込みを経験しやすい。それは正常化プロセスが次のステップに進むタイミングでもある。今後の FRB を読む上では「インフレが一時的で収束する」というリスクが皮肉にも浮上しているようにも。

～QT も視野に。それでも上手くいっている「市場との対話」～

注目された FOMC は量的緩和の段階的縮小(テーパリング)の加速を決定し、政策メンバーの金利見通し(ドットチャート)における利上げ時期も前倒しとなるイメージが示された。テーパリングのペースは月 ▲150 億ドル(米国債が ▲100 億ドル、住宅ローン担保証券が ▲50 億ドル)ずつから月 ▲300 億ドル(米国債が ▲200 億ドル、住宅ローン担保証券が ▲100 億ドル)へ倍速となり、これに伴って完了時期は 2022 年 6 月から同年 3 月へ前倒しされる。

「量」を脱却することで初めて「金利」に触れることを思えば、テーパリング完了時期の前倒しは早期利上げのための環境整備であり、後述するドットチャートがこれを裏付ける。短期間に「量」と「金利」の出口に関して道筋をつけた FRB の正常化プロセスの焦点は最終段階と言える量的縮小(QT: Quantitative Tightening)に移る。保有有価証券の再投資停止をいつ、どのように示唆するかが次の山場であり、既に一部メンバーからはテーパリング完了時に着手せよという声も挙がっており、「利上げ前に QT は可能」という論陣は相応に目にする。実際、パウエル FRB 議長は会見において長期的なバランスシート運営を今回議論したことを認めている。前回の利上げ局面では初回利上げから約 2 年後の 2017 年 10 月から QT が始まっているため、利上げ前の着手となれば前例のないスピード感である。いずれにせよ、特筆すべきはこれほど正常化プロセスのアクセルを踏んでも市場混乱が回避されていることであり、「市場との対話」が上手くいっていることの証左と言える。

～2022 年以降は完全雇用で改善打ち止め～

メンバーによる経済・物価見通し(SEP)を見れば(次頁図)、失業率は 2022 年から 2024 年まで全て 3.5%(9 月時点では 3.8%)で横置きされている。自然失業率と見なせる長期失業率(4.0%)

を踏まえれば、「2022 年以降、完全雇用状態が続き、改善は打ち止め」という見通しをはっきり示唆するものである。また、物価に関して言えば、コアベースで見た個人消費支出 (PCE) デフレーターも 2022～2024 年の予測期間全般にわたって +2.0% を突破しており、「2 つの責務 (雇用の最大化・物価の安定)」は 2022 年以降、達成されとの見通しが示されている。こうした雇用・物価見通しを元に導かれる政策が「テーパリング完了、利上げ、場合によっては QT」ということに大きな違和感はない。ドットチャートに従えば 2022 年、2023 年は 3 回、2024 年に

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2021年12月時点

	2021	2022	2023	2024	長期見通し
実質GDP成長率 (9月時点)	5.5 (5.9)	4.0 (3.8)	2.2 (2.5)	2.0 (2.0)	1.8 (1.8)
失業率 (9月時点)	4.3 (4.8)	3.5 (3.8)	3.5 (3.5)	3.5 (3.5)	4.0 (4.0)
PCEインフレ率 (9月時点)	5.3 (4.2)	2.6 (2.2)	2.3 (2.2)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (9月時点)	4.4 (3.7)	2.7 (2.3)	2.3 (2.2)	2.1 (2.1)	

(資料) FRB

FOMC Date	2021	2022	2023	2024	Longer run
Sep-20	0.125%	0.125%	0.125%	n.a.	2.500%
Dec-20	0.125%	0.125%	0.125%	n.a.	2.500%
Mar-21	0.125%	0.125%	0.125%	n.a.	2.500%
Jun-21	0.125%	0.125%	0.625%	n.a.	2.500%
Sep-21	0.125%	0.250%	1.000%	1.750%	2.500%
Dec-21	0.125%	0.875%	1.625%	2.125%	2.500%

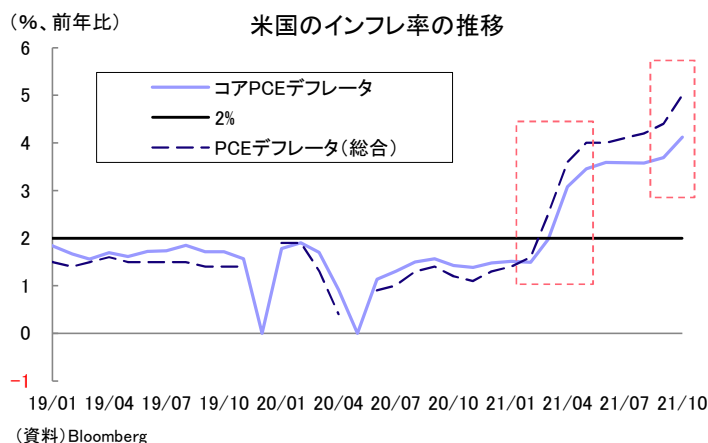
(資料) FRB

は 2 回の利上げが想定され、実現すれば 8 回、25bps ずつとして +200bps の利上げとなる(図)。これにより中立金利である 2.50% までは利上げを続けるという絵図がここで示されたわけだが、後述するようにインフレ率が屈折してくる可能性のある 2022 年中盤以降、イールドカーブがベアフラット化する中で株価が果たして耐えられるのかという視点は重要になる。既にフラット化は始まっているだけに、利上げ序盤で逆イールドが囁かれるような展開になれば、タカ派ムードは一変しかねない。

～今度はインフレが「一時的」であることにもリスク？～

順調に見える正常化プロセスだが、不安材料もある。それは議長自ら「一時的 (transitory) ではない」と判断を修正したインフレの行方である。議長はそう述べるが、変化率の大きさはやはり一時的なものとして収束する可能性が残る。というのも、確かにインフレ率は高止まりしているが、厳密に見れば今年の春と秋に 1 つの山がある。春先以降、伸び率は前年比 +3～5% と非常に大きな数字が並んでいるためあまり気に留める向きはない

が、PCE デフレーターを例に取れば、その変化率は 3～4 月および 10 月に跳ねている(図)。つまり、そのタイミングで物価水準(変化率ではない)が切り上がったという話であり、前者は行動制限解除を受けた需要の急拡大、後者は原油を筆頭とする資源価格の急騰などが寄与していそうである。前者では中古車価格の跳ね上がりなどが話題になったことは記憶に新しい。今はそれが落ち着い



ているが、代わりに原油価格が上がっている。

2022 年は「春と秋に物価が跳ねる」という今年同様の季節性が再現されない限り、変化率はどうしても落ちてくる可能性が高い。ここで 2022 年の春はテーパリングを完了させ利上げに移ろうという時期、秋は 2 回目以降の利上げに着手しようという時期にぶつかる。正常化が次のステップに進もうというタイミングでインフレが凹めば、正常化プロセスを進めづらい空気に直面する可能性はある。このように考えると、2022 年以降の FRB を読む上で今度は「インフレが一時的で収束する」というリスクが浮上しているようにも見受けられる。

市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO))を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目の生活」vs.「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分)
	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口ムード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～現実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分)
	メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォー～想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オペを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに